

火炬电子 (603678)

特种元器件乘风蓬勃发展，航空新材料打造第二曲线

买入 (首次)

2024年06月17日

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 许牧

执业证书: S0600523060002

xumu@dwzq.com.cn

研究助理 高正泰

执业证书: S0600123060018

gaozht@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	3559	3504	3949	4787	5584
同比 (%)	(24.83)	(1.55)	12.70	21.24	16.64
归母净利润 (百万元)	801.45	318.38	453.22	625.44	762.40
同比 (%)	(16.15)	(60.27)	42.35	38.00	21.90
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.75	0.69	0.99	1.36	1.66
P/E (现价&最新摊薄)	14.41	36.26	25.47	18.46	15.14

股价走势



投资要点

- 国内特种 MLCC 主要供应商，CMC 新材料国内领先、国际一流：**火炬电子是一家主要业务涵盖电容器和 CMC 新材料原料两大类型产品的高新特种军工企业。公司是国内特种 MLCC 产品的三大供应商之一，与下游多数特种企事业单位建立良好的合作关系，客户关系稳定。公司掌握了“高性能特种陶瓷材料”产业化的一系列专有技术，产品系列覆盖全面，是国内少数具备陶瓷材料规模化生产能力的企业之一，公司产品性能、产能已具备稳定供货能力，奠定了在我国 CMC 热端新材料领域的领先地位。
- 军工装备国产化、信息化升级叠加民用新兴产业蓬勃发展，军民融合带动 MLCC 需求持续放量：**火炬电子自产元器件产品以军用为主、民用为辅，在军工装备国产化、信息化升级基本趋势下，2023 年我国军费预算同比增速为 7.2%，增速已连续 3 年保持增长。随着“十四五”中期调整完成，预计未来军工订单持续稳定放量；同时，传统消费类和工业类电子产品的升级换代，汽车电子、新能源汽车、5G 等领域的快速发展，电容器行业将面临良好的发展契机及广阔的市场空间，公司贸易业务迎来发展契机。
- 特种陶瓷新材料军民产品逐步应用，CMC 有望创造业绩第二曲线：**国际陶瓷材料龙头企业 CMC 部件已广泛应用于航空、航天、导弹、核工业、刹车系统等军民高端设备的热端结构，并且应用范围仍在持续拓展。火炬电子立亚系公司突破了高性能陶瓷纤维各项产业化制备关键技术，技术及产品水平达到国内领先、国际一流，是目前中国特种高性能化工新材料引领企业之一。随着国内相关产品研发的陆续完成、国防军工补偿式发展和强军目标要求拉动各领域装备升级和新一代装备加速列装，CMC 下游市场持续放量，预计拉动企业业绩攀升。
- 盈利预测与投资评级：**随着“十四五”中期调整完成和国防军工补偿式发展，预计国防需求释放强大拉力，下游军工订单持续放量，带动企业元器件业务收入增长。同时，新材料板块随着国内下游应用拼图的补全拓展，将带动公司业绩进一步增长。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 4.53/6.25/7.62 亿元，对应 PE 分别为 25/18/15 倍，首次覆盖，予以“买入”评级。
- 风险提示：**1) 下游订单增长不及预期风险；2) 市场竞争风险；3) 经营规模扩大导致的管理风险；4) 业务规模增长导致应收账款持续增加风险。

市场数据

收盘价(元)	24.92
一年最低/最高价	16.30/35.65
市净率(倍)	2.12
流通 A 股市值(百万元)	11,421.83
总市值(百万元)	11,421.83

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.78
资产负债率(%,LF)	24.95
总股本(百万股)	458.34
流通 A 股(百万股)	458.34

相关研究

《火炬电子(603678): 2020 年净利润预增 55%-65%，有望持续受益军工高景气》

2021-01-13

《火炬电子(603678): 疫情影响下依然稳健经营，2020Q1 扣非利润同比微增》

2020-04-29

内容目录

1. 积极调整业务结构，稳坐国内特种电容器产业龙头	5
1.1. 特种电容器主要供应商，特陶新材料业内领先	5
1.2. 合理整合公司业务，不断优化公司战略布局	5
1.3. 管理层专业基础扎实，集团子公司分工明确	6
1.4. 公司主营业务专业度高，各个板块并驾齐驱	7
1.5. 营收结构持续改善，行业长期景气推动业绩转折向好	8
2. 元器件军民市场需求持续攀升，产研销多头发力筑牢竞争优势	10
2.1. 电容器千亿市场空间广阔，MLCC 占据主要份额	10
2.2. 产业链中上游稳定贯通，下游广阔应用拉动 MLCC 需求增长	12
2.3. MLCC 国外龙头处于领先地位，特种产品国内格局稳定	13
2.4. 装备升级释放特种 MLCC 需求，新兴产业叠加国产化浪潮带来新机遇	14
2.5. MLCC 制造关键技术自主可控，业务布局完善提高企业实力	15
3. 国内高性能特陶材料领先企业，高端应用有望驱动业绩攀升	17
3.1. 陶瓷基复合材料性能优越，公司主营原材料端产品	17
3.2. CMC 国际市场发展迅速，国内 CMC 市场发展潜力大	18
3.3. 公司布局产业链上游业务，CMC 下游高壁垒市场应用众多	19
3.4. 国际市场竞争格局分散，火炬电子处于国内领先地位	20
3.5. 航空航天设备热端结构首选替代材料，CMC 迎来较大市场前景	21
3.5.1. 国际厂商航发应用阶段性突破，CMC 性能优越应用替代加速	21
3.5.2. 航空航天特种军工设备需求广泛，应用落地有力拉动需求	23
3.5.3. 民用产品稳步推进，有望开辟更广阔的市场	24
4. 投资建议	26
4.1. 业务拆分	26
4.2. 估值评级	27
5. 风险提示	28

图表目录

图 1:	火炬电子行业地位.....	5
图 2:	火炬电子发展历程.....	6
图 3:	火炬电子股权结构与全资或控股一级子公司结构图（截至 2023 年 12 月 31 日）.....	7
图 4:	火炬电子业务结构.....	8
图 5:	火炬电子各类收入占总收入比重.....	8
图 6:	火炬电子各板块净利润占总利润比重.....	8
图 7:	火炬电子营收变动及增速.....	9
图 8:	火炬电子归母净利润水平及增速.....	9
图 9:	火炬电子销售毛利率.....	9
图 10:	火炬电子四费率变动.....	9
图 11:	电子元件分类.....	11
图 12:	被动电子元件市场构成.....	11
图 13:	我国电容器行业市场规模.....	11
图 14:	2020 年中国电容器市场构成.....	11
图 15:	2019-2026 全球 MLCC 市场规模变动及预测.....	12
图 16:	2019-2023 中国 MLCC 市场规模变动及预测.....	12
图 17:	MLCC 全产业链示意.....	12
图 18:	MLCC 下游应用领域.....	13
图 19:	全球 MLCC 竞争梯队（按技术水平和规模）.....	13
图 20:	2022 年中国 MLCC 市场主要企业市场份额占比.....	13
图 21:	中国军用 MLCC 行业市场规模及预测.....	14
图 22:	中国民用 MLCC 增长主要驱动力.....	15
图 23:	2018-2022 中国 MLCC 进出口额及贸易差额.....	15
图 24:	2019-2026 中国 MLCC 需求量走势预测图.....	15
图 25:	火炬电子业务结构变动示意.....	16
图 26:	复合材料分类结构图.....	17
图 27:	CMC 耐高温性能示意.....	17
图 28:	CMC 具高强度、高弹性和高可靠性.....	17
图 29:	立亚系公司及主营产品.....	18
图 30:	全球 CMC 材料市场规模及预测.....	19
图 31:	CMC 上、中、下游产业链.....	20
图 32:	立亚聚碳硅烷（PCS）下游应用.....	20
图 33:	2021 年全球 CMC 市场占有率超 1% 的公司.....	21
图 34:	陶瓷基复合材料在航空发动机中的应用.....	22
图 35:	GE 的 Passport 20 发动机采用的 OX/OX 复合材料整流罩、排气混合器和中心锥.....	23
图 36:	多用途导弹的喷管.....	24
图 37:	响尾蛇导弹透红外陶瓷整流罩.....	24
图 38:	使用 CMC 材料隔热瓦的航天飞机.....	24
图 39:	C/SiC 复合材料反射镜.....	24
图 40:	高级轿车用陶瓷基复合材料刹车盘.....	25
图 41:	碳陶复合材料飞机刹车盘.....	25

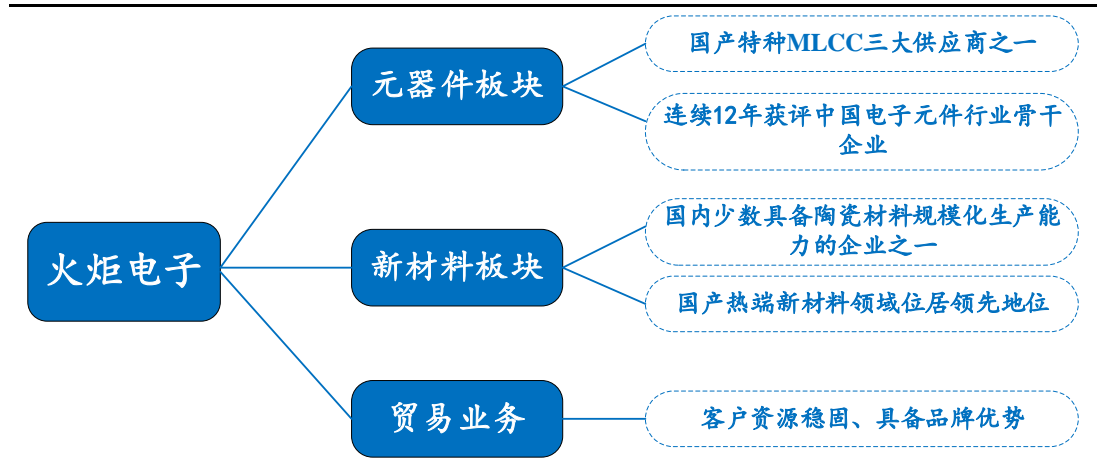
表 1: 火炬电子自产元器件业务代表产品介绍.....	10
表 2: 军用 MLCC 市场竞争格局	14
表 3: 世界各公司 CMC 应用于航空发动机进展和实际成果.....	22
表 4: 公司业务拆分 (百万元)	27
表 5: 可比公司估值 (截至 2024 年 6 月 14 日)	27

1. 积极调整业务结构，稳坐国内特种电容器产业龙头

1.1. 特种电容器主要供应商，特陶新材料业内领先

火炬电子是国内电容器相关产品研发生产重要代表企业，是国内军用和民用高端电容器市场知名供应商，已连续 12 年荣登中国电子元件行业骨干企业榜单。旗下立亚系公司掌握了“高性能特种陶瓷材料”产业化的一系列专有技术，产品系列覆盖全面，是国内少数具备陶瓷材料规模化生产能力的企业之一，技术及产品水平达到国际一流，奠定了我国在热端新材料领域的领先地位。

图1：火炬电子行业地位

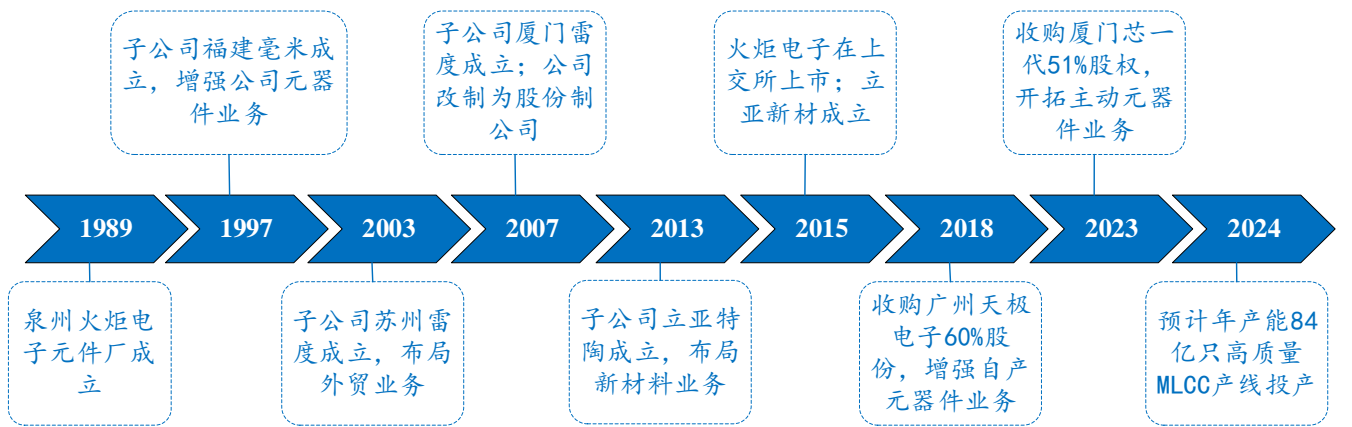


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

1.2. 合理整合公司业务，不断优化公司战略布局

多次调整公司业务布局，构筑平台型企业，增强企业竞争力。2007 年，火炬电子成立第一个全资子公司厦门雷度电子，增添贸易业务板块，以扩大产业规模，同时改制为股份制公司。火炬电子于 2011 年被评选为全国 598 家国家火炬计划重点高新技术企业之一，奠定未来公司在行业的领军地位。自 2013 年开始，先后成立、收购立亚特陶，立亚新材、立亚化学等，开拓公司高端特种陶瓷新材料业务板块。2023 年企业收购厦门芯一代公司 51% 股权，实现被动元器件向主动功率器件的跨越，助力公司丰富产业布局，存量业务与新兴业务并进，巩固并提升规模及核心竞争力。

图2：火炬电子发展历程



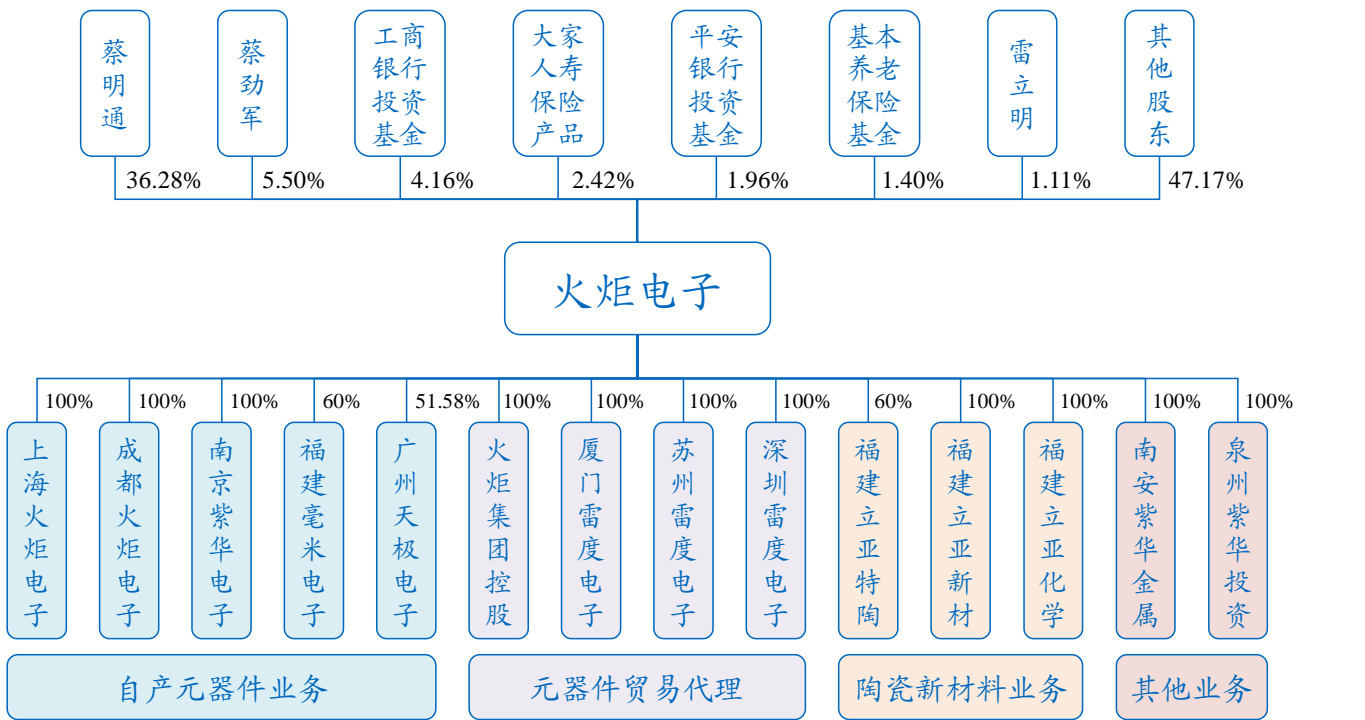
数据来源：公司官网、公司公告、东吴证券研究所

1.3. 管理层专业基础扎实，集团子公司分工明确

管理层资历丰厚，有专业知识储备。截至2023年，蔡明通、蔡劲军作为公司实际控制人分别持有36.28%和5.50%股份。其中，蔡明通有7年无线电厂技术员经历，积累了深厚的无源电子元件研制经验，曾参与起草《含宇航级多层瓷介电容器通用规范》等多项国家军用标准、国家标准。总工程师张子山系高级工程师，曾任福建省电子产品监督检验所检测管理中心、检测试验中心、技术管理中心主任。

子公司分工明确，业务覆盖面广。至今为止福建火炬电子科技股份有限公司共有14家全资、控股一级子公司。子公司业务主要分为贸易板块、元器件板块及新材料板块，涉及上游原材料生产、中游元器件研发制造和代理生产。体系完整，分工明确，集团整体紧密配合，形成合理商业闭环。

图3: 火炬电子股权结构与全资或控股一级子公司结构图 (截至 2023 年 12 月 31 日)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

1.4. 公司主营业务专业度高，各个板块并驾齐驱

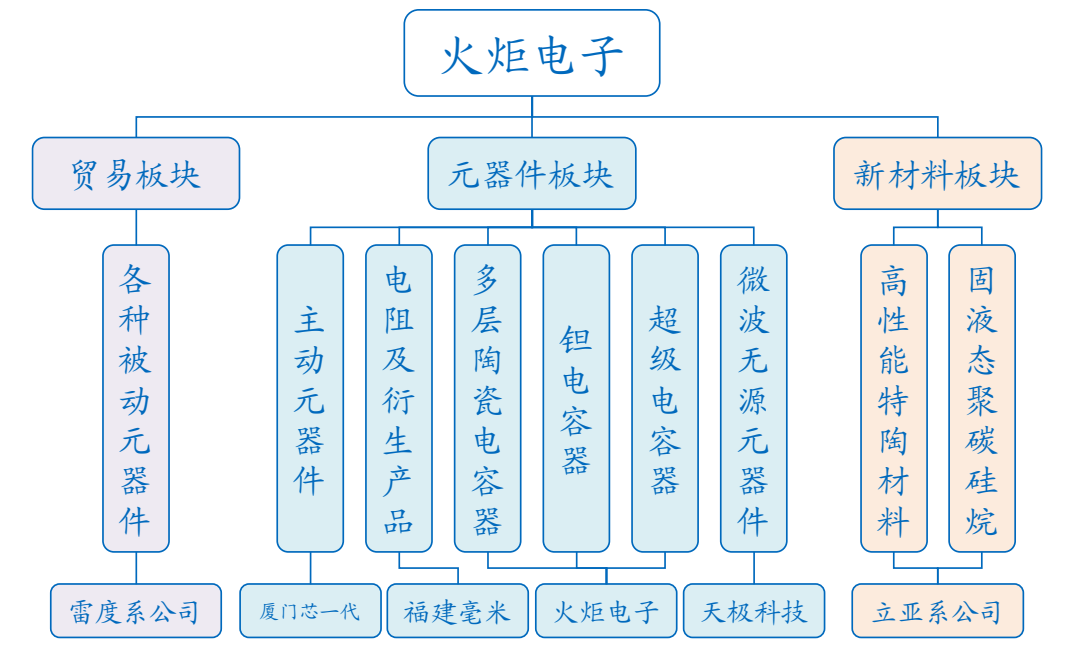
公司主要从事电子元器件、新材料及相关产品的研发、生产、销售、检测及服务业务，围绕“元器件、新材料、国际贸易”三大战略板块布局。

公司元器件板块包含被动器件和主动器件两类，产品结构呈现出多元化。火炬电子成熟产品包括片式多层陶瓷电容器、引线式多层陶瓷电容器、多芯组陶瓷电容器、脉冲功率陶瓷电容器、钽电容器、超级电容器等多系列产品；天极科技从事微波无源元器件及薄膜集成产品的研发、生产及销售；福建毫米以电阻器为核心产品，开发应用频段较广的各类电阻及衍生产品；厦门芯一代聚焦于 MOSFET、IGBT、模拟 IC 和第三代功率器件等半导体芯片的研发、设计和销售。

新材料由立亚系公司实施，立亚新材主营产品为 CASAS-300 高性能特种陶瓷材料系列产品；立亚化学主要产品包括固态聚碳硅烷、液态聚碳硅烷等系列，一方面能作为高性能特种陶瓷材料的先驱体，另一方面，亦可作为基体制造陶瓷基复合材料。

国际贸易板块由雷度系公司负责，采取买断式销售模式。业务覆盖产品主要包括大容量陶瓷电容器、钽电解电容器、金属膜电容器、铝电解电容器、电感器、双工器、滤波器、精密电阻器等。

图4：火炬电子业务结构

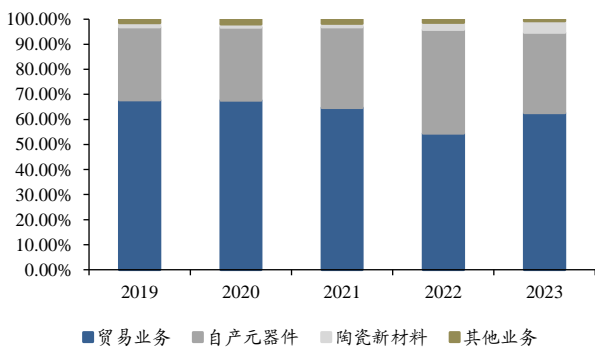


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

1.5. 营收结构持续改善，行业长期景气推动业绩转折向好

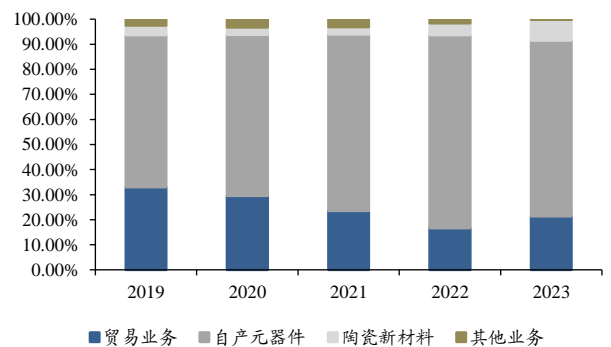
自产业务提供主要利润，陶瓷新材料盈利逐渐增长。公司积极开拓自产元器件业务和新材料业务，除 2022 年外，自产元器件业务营收占整体营收比重稳定在 30%左右，但贡献的净利润占比整体呈上升态势，2023 年自产元器件业务净利润占总业务净利润的 70.11%。此外，公司陶瓷新材料提前布局效应初显，2023 年该部分营收与净利润占比达到近五年最高水平，分别为 4.57%和 8.3%。

图5：火炬电子各类收入占总收入比重



数据来源：iFind、公司公告、东吴证券研究所

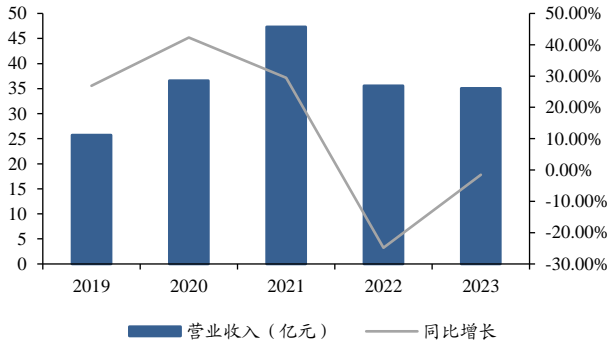
图6：火炬电子各板块净利润占总利润比重



数据来源：iFind、公司公告、东吴证券研究所

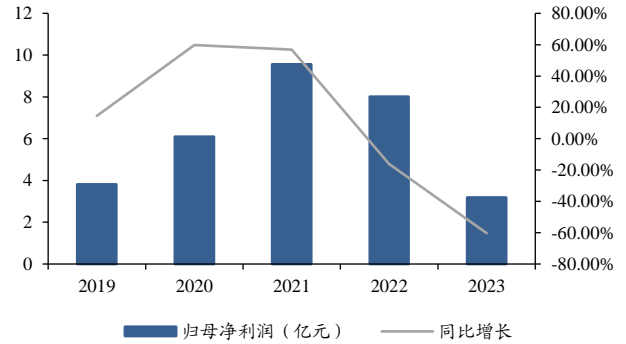
外部冲击公司业务暂时承压，军工景气预期不变助力业绩反弹。2023 年受下游需求放量延后等因素影响，公司业务短暂承压，实现营收 35.04 亿元，同比下降 1.55%，归母净利润 3.18 亿元，同比下降 60.27%，集团营收和净利润阶段性下滑。随着“十四五”规划中期调整完成，军工产业逐渐复苏，公司自产元器件业务业绩预计将逐渐恢复。

图7：火炬电子营收变动及增速



数据来源：Wind、东吴证券研究所

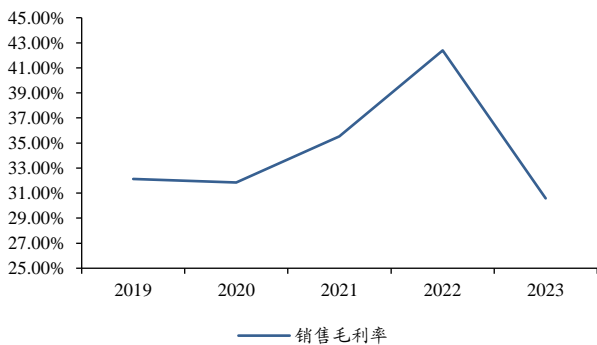
图8：火炬电子归母净利润水平及增速



数据来源：Wind、东吴证券研究所

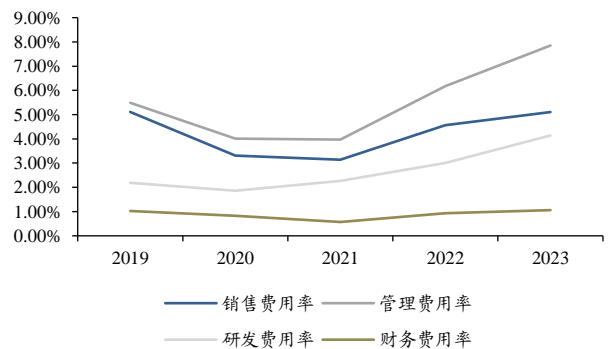
新业务提升利润率水平，持续加大研发投入。**2022年公司毛利率达到42.39%**，2023年因外部系统性风险因素使毛利率有所回落，但仍保持在30%以上，不改变长期向好态势。公司今年来持续新建产线、厂房，使销售、管理、财务费用率有所提高，但随着公司产能调整的阶段性完成和新增产能的持续运用，预计三费率将逐渐降低。同时公司研发投入不断增加，推动公司特陶材料业务不断取得新进展。

图9：火炬电子销售毛利率



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图10：火炬电子四费率变动



数据来源：Wind、东吴证券研究所

2. 元器件军民市场需求持续攀升，产研销多头发力筑牢竞争优势

自产元器件是火炬电子的核心盈利业务，其中陶瓷电容器贡献主要利润，成熟产品包括各类陶瓷电容器、钽电容器、超级电容器等多系列产品。火炬电子自产 MLCC 产品以军用为主，民用为辅，是国产特种 MLCC 的三大供应商之一。同时经营国外电子元器件产品贸易代理业务。

表1: 火炬电子自产元器件业务代表产品介绍

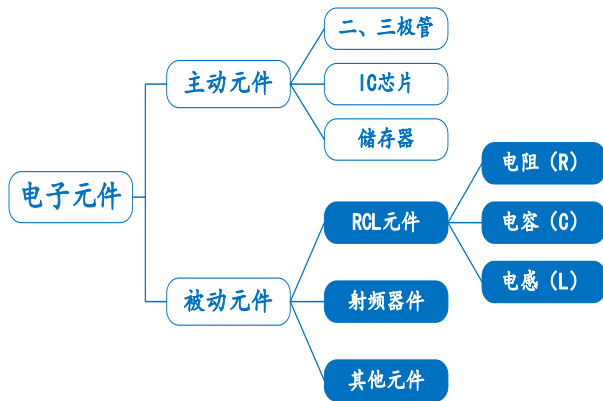
产品	特点	用途
片式多层瓷介电容器 	外形尺寸: 0201~2225; 容量范围: 0.5 pF~330 μF; 额压范围: 4V~3kV	CG:振荡器、混频器、中/高/甚高/超高频放大器、低噪声放大器、时间电路、高频滤波电路、高频耦合; 2X1、X5R: 电源电路、时间电路、储能电路、中/低频放大器、高频开关电源、滤波等; 2F4: 电源滤波电路、阻抗匹配电路、隔离
引线式多层瓷介电容器 	外形尺寸: 0805~2225; 容量范围: 0.5pF~330 μF; 额压范围: 4V~3kV;	高频开关电源、输出/输入滤波和电源总线滤波等
模压表贴瓷介电容器 	密封性好、物理强度高、体积小、重量轻、无极性、耗散功率极小、高频特性好。 模压环氧树脂封装，适用于 SMT 自动贴装；超低 ESR、高频特性优良、抗浪涌，耐大波纹电流；无燃烧失效模式	消费电子、汽车电子、通讯、医疗、工业等领域电子设备，常见用途包括 DC/DC 滤波、去耦、储能延时等
片式高分子固体电解质钽电容器 	低内阻寿命长；较低的 RC 时间常数；利用独特工艺实现更宽使用温度范围；可接受定制特殊尺寸	消费类电子电源、便携式电动工具、有记忆存储功能电子仪器的备用电源、智能三表或应用于有可靠性要求的高端设备电路中大电流充放、断电延时、功率补偿等
高性能碳基双电层电容器 		

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

2.1. 电容器千亿市场空间广阔，MLCC 占据主要份额

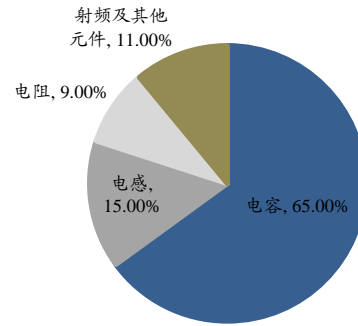
电容器作为重要被动元件之一，占据被动元件市场主要份额。电子元件可以划分为主动元件和被动元件。被动元件是指不影响信号基本特征，仅令信号通过而不加以更改的电路元件。电容器是电子线路中必不可少的一种基础被动电子元件，能起到储能、滤波、退耦、交流信号的旁路、交直流电路的交流耦合等作用，几乎所有电子设备都需要规模化配置。根据电子元件协会（ECIA）发布的数据，2022 年全球被动元件市场规模达约 346 亿美元。在所有被动元件产品中，电容的市场份额占比最大，为 65%；其次为电感和电阻，市场占比分别为 15%和 9%；射频器件及其他产品占比 11%。

图11: 电子元件分类



数据来源: 凯新达电子、东吴证券研究所

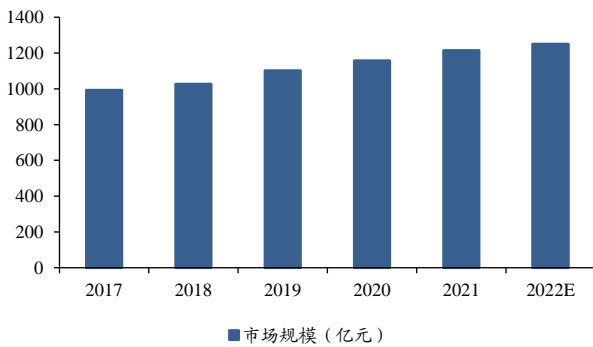
图12: 被动电子元件市场构成



数据来源: ECIA、中商产业研究院、东吴证券研究所

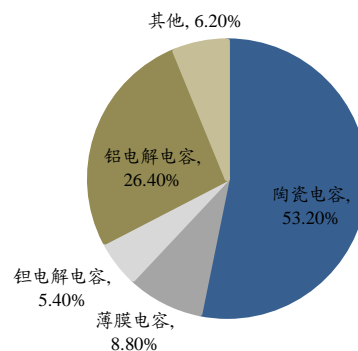
MLCC 占据电容器市场近五成份额。根据容值的从小到大, 电容器大致可分为陶瓷电容、薄膜电容、电解电容 (铝、钽、铌) 和超级电容。其中, 陶瓷电容器可以分为单层陶瓷电容器 (SLCC)、多层陶瓷电容器 (MLCC) 和引线式多层陶瓷电容。根据华经产业研究院数据显示, 2022 年我国电容器行业市场规模约为 1250 亿元, 其中陶瓷电容器市场占比 53.2%, 铝电解电容器市场占比 26.4%。其中, SLCC、MLCC 和引线式多层陶瓷电容器占陶瓷电容器市场的比例分别为 4%, 93%, 3%。按此比例计算, MLCC 占据陶瓷电容器市场约 49% 份额。

图13: 我国电容器行业市场规模



数据来源: 华经产业研究院、东吴证券研究所

图14: 2020 年中国电容器市场构成



数据来源: 华经产业研究院、东吴证券研究所

中国 MLCC 市场占据全球主要份额, 预计 2027 年市场规模将达 676 亿元。MLCC 是世界上用量最大、发展最快的片式元件之一。根据 CECA 公布的数据, 2022 年全球 MLCC 市场规模约为 1204 亿元, 到 2026 年 MLCC 市场规模将增至 1547 亿元。同时, 2022 年中国 MLCC 市场规模达到 537 亿元, 占全球市场份额的 45%, 按此比例计算, 2026 年中国 MLCC 市场规模将达到 696 亿元。

图15: 2019-2026 全球 MLCC 市场规模变动及预测

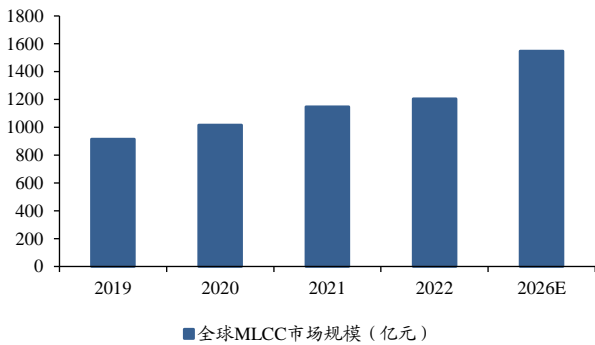
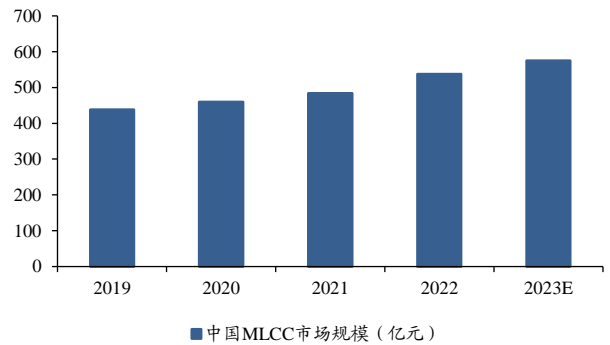


图16: 2019-2023 中国 MLCC 市场规模变动及预测



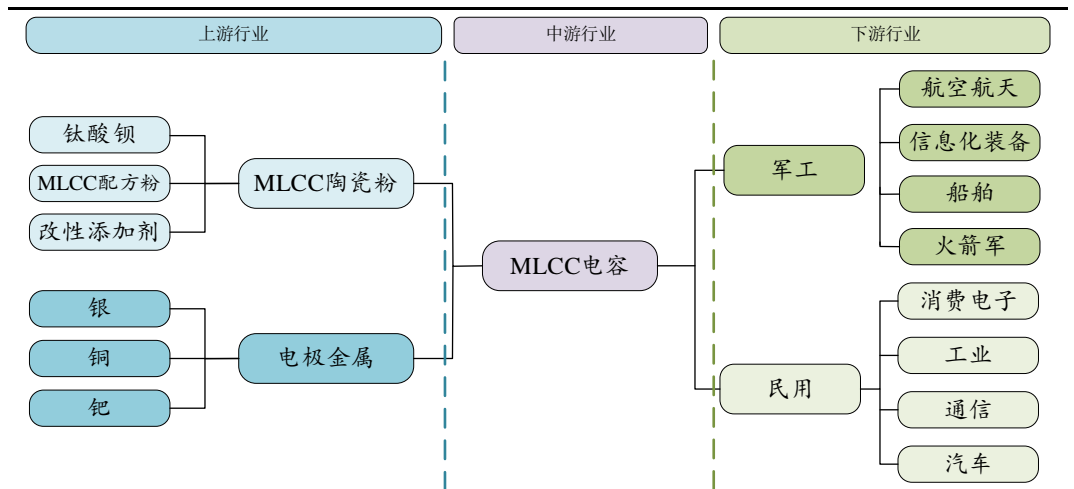
数据来源: CECA、中商产业研究院、东吴证券研究所

数据来源: CECA、中商产业研究院、东吴证券研究所

2.2. 产业链中上游稳定贯通, 下游广阔应用拉动 MLCC 需求增长

MLCC 上游产业链成熟, 格局稳定。 MLCC 行业上游主要是陶瓷粉体材料和电极材料, 其中陶瓷粉体材料包括高纯纳米钛酸钡基础粉和 MLCC 配方粉, 属于纳米材料、稀土功能与信息功能材料的交叉行业; 电极材料包括镍、银、钯、铜、银等。MLCC 行业下游是终端电子产品行业, MLCC 产品应用领域广泛。MLCC 产业链涉及多个行业和企业, 上游主要原材料供应商有国瓷材料、三环集团、海外华晟、博迁新材等。

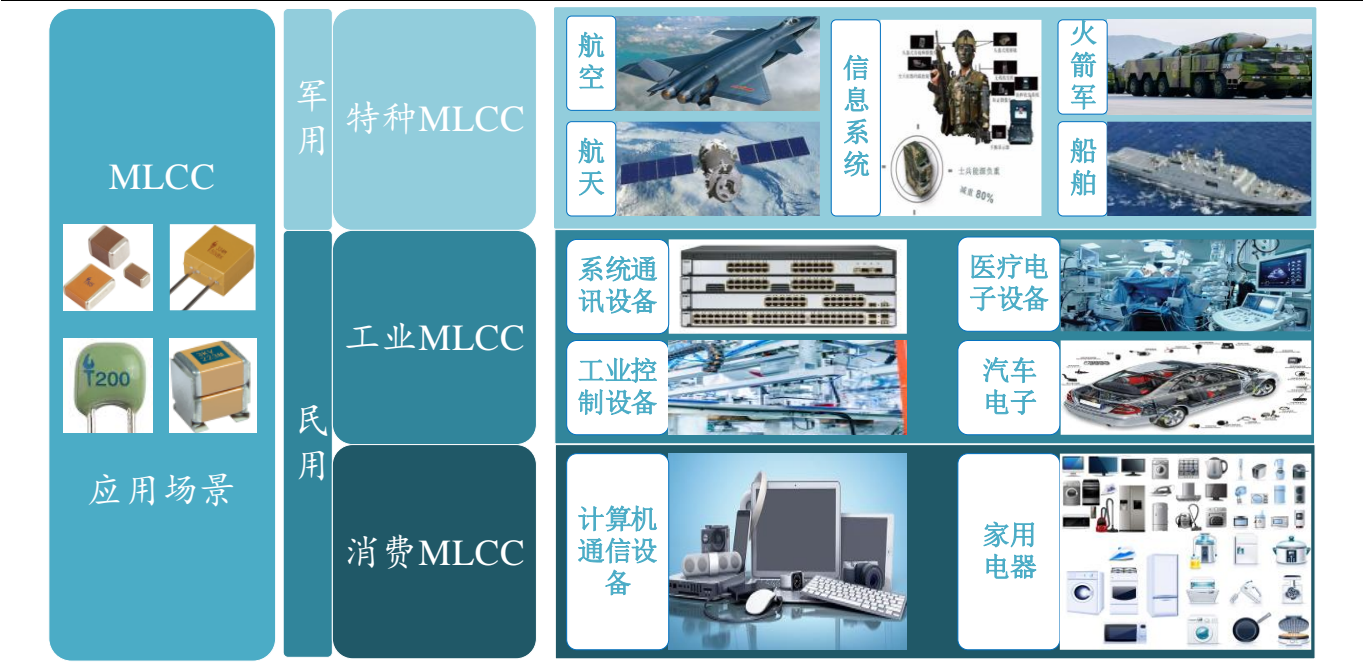
图17: MLCC 全产业链示意



数据来源: 前瞻产业研究院、东吴证券研究所

MLCC 下游应用广泛, 各产业发展推动需求攀升。 MLCC 是片式元件中应用最广泛的一类, 主要用于各类军用、民用电子整机中的振荡、耦合、滤波、旁路电路中, 应用领域包括信息技术、消费电子、通信、新能源、工业控制等各行业。从应用领域来看, 移动终端是 MLCC 最大的应用市场, 在全球市场规模总额中的比例达到 29%。此外, 汽车、高端装备领域、计算机、通信设备、家用电器等均为 MLCC 的主要应用市场。

图18: MLCC 下游应用领域

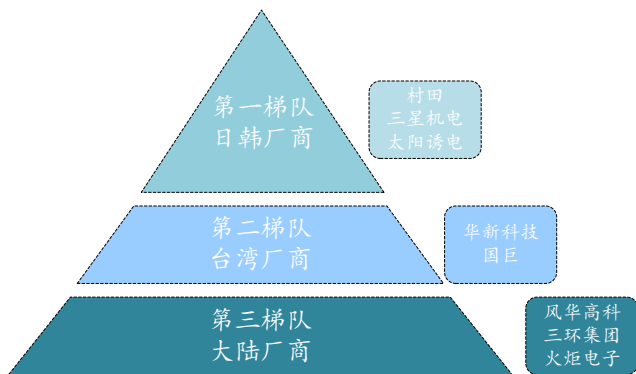


数据来源: 前瞻产业研究院、东吴证券研究所

2.3. MLCC 国外龙头处于领先地位, 特种产品国内格局稳定

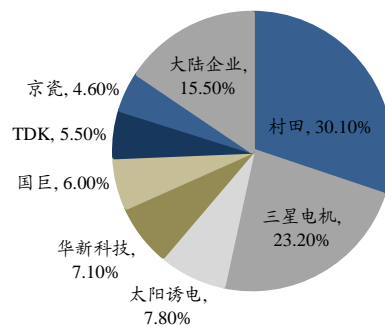
国内厂商市场占有率不高, 发展空间大。全球 MLCC 企业分为 3 个竞争梯队。其中, 第一梯队主要为日韩厂商, 比如村田和三星电机, 在产能和技术上领先全球; 第二梯队为中国台湾厂商, 在技术上略逊于第一日本大厂, 比如国巨和华新科技等; 第三梯队为中国大陆厂商, 比如风华高科、三环集团和火炬电子等, 在全球份额较低, 主要以中低端产品为主。根据中商产业研究院, 我国 MLCC 市场由日韩厂商主导。2022 年, 村田、三星电机市场份额占比分别为 30.1%、23.2%。我国厂商在国内市场占有率偏低。

图19: 全球 MLCC 竞争梯队 (按技术水平和规模)



数据来源: 前瞻产业研究院、东吴证券研究所

图20: 2022 年中国 MLCC 市场主要企业市场份额占比



数据来源: 观研天下、东吴证券研究所

特种 MLCC 行业集中度高, 火炬电子为行业领军之一。MLCC 特种应用领域市场对产品的生产工艺要求高, 并且下游客户在选用特种 MLCC 产品时, 均会将配套厂家产品可靠性表现的历史数据纳入参考, 竞争格局稳定。目前鸿远电子、火炬电子、宏明电

子（未上市）占据军用 MLCC 整体市场份额的 90%以上。

表2: 军用 MLCC 市场竞争格局

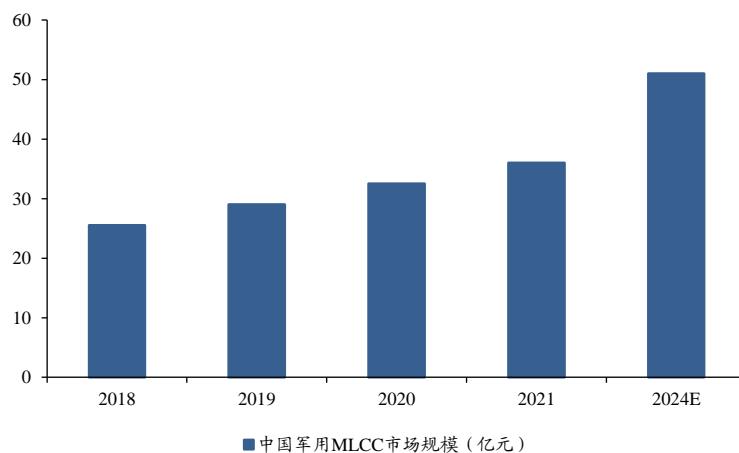
公司	公司性质	主要军工产品	2023 年营业收入
鸿远电子	民营上市公司	MLCC、直流滤波器	16.76 亿元
火炬电子	民营上市公司	MLCC、多芯组陶瓷电容器、脉冲功率陶瓷电容器、钽电容器、超级电容器等	35.04 亿元
宏明电子	国营第七一五厂， 国家“一五”时期 156 项重点建设工程之一	MLCC、芯片瓷介电容器、低温共烧陶瓷器件、集成电路陶瓷封装外壳、温补衰减器、微波器件组件等	未披露

数据来源：Wind、立鼎产业研究网、东吴证券研究所

2.4. 装备升级释放特种 MLCC 需求，新兴产业叠加国产化浪潮带来新机遇

军工信息化建设激发行业需求，特种 MLCC 主要供应商获利。随着我国对军工信息化的大力支持，海、陆、空、地部队装备更新换代和信息化程度将不断提升，军用 MLCC 市场规模有望持续增加，市场前景十分广阔。根据 CECA 数据，预计到 2024 年我国军用 MLCC 需求量将达到 5.2 亿只。根据华经产业研究院，预计 2021 年中国军用 MLCC 市场规模达到 36 亿元，到 2024 年我国军用 MLCC 市场规模将达到 51 亿元，CAGR 为 12.3%。

图21: 中国军用 MLCC 行业市场规模及预测



数据来源：华经产业研究院、前瞻产业研究院、东吴证券研究所

汽车电动智能化叠加 5G 普及，推动 MLCC 市场有力扩张。中国产业信息网数据显示，汽车电子成本占正常成本比重逐年增加，2030 年将有望达到 50%，单车 MLCC 使用量有望从以前的 1000-3000 颗提升至 3000-6000 颗。同时，随着新能源汽车技术持续改善，全球新能源汽车销量逐渐增加，从 2019 年的 221 万辆增长至 2023 年的 1428 万辆。以 MLCC 为代表的被动元器件的车用需求将随着电动汽车渗透率的提升不断扩大大。在 5G 方面，基站侧与终端侧设备的 MLCC 需求有望增长以满足更高的技术要求。

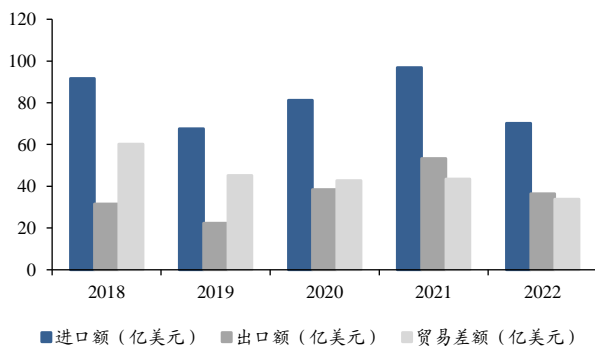
图22: 中国民用 MLCC 增长主要驱动力



数据来源: 前瞻产业研究院、东吴证券研究所

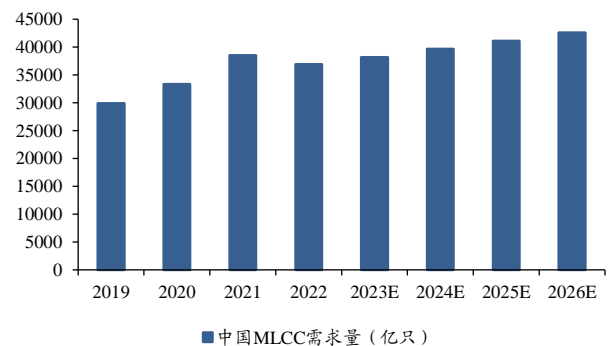
国产化需求不断提高, 供给缺口亟待补足。2022 年我国 MLCC 需求量达到 36900 亿只, 进口额达 70.2 亿美元, 出口额 36.4 亿美元, 贸易逆差 33.8 亿元。当前我国 MLCC 仍需大量进口, 国产化进程迫在眉睫, 在当下全球科技竞争日趋激烈的形势下, 国产 MLCC 厂商迎来关键的国产替代机遇期。自 2016 年起, 日、韩企业陆续宣布逐步停产盈利能力低的中低端 MLCC 产品, 并宣布投资附加值更高的高端 MLCC 生产线, 中低端 MLCC 订单加速流向台系及大陆厂商, MLCC 贸易逆差逐步缩小。

图23: 2018-2022 中国 MLCC 进出口额及贸易差额



数据来源: 华经产业研究院、东吴证券研究所

图24: 2019-2026 中国 MLCC 需求量走势预测图



数据来源: 中商产业研究院、东吴证券研究所

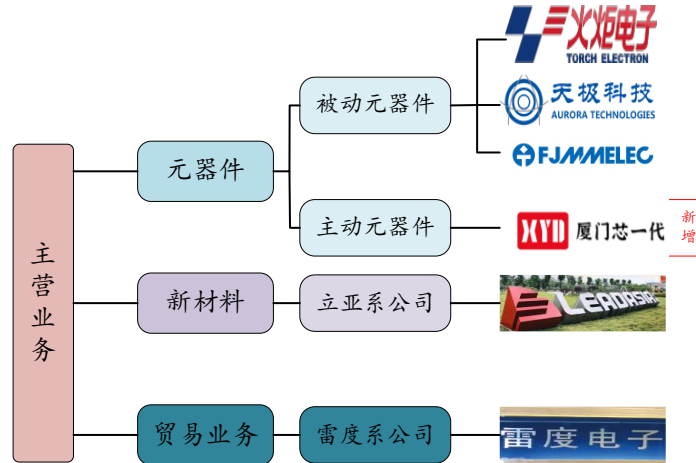
2.5. MLCC 制造关键技术自主可控, 业务布局完善提高企业实力

核心技术自主掌握, 上下游关系稳定公司营收。火炬电子持续开展电子元器件产品优化及新品研发工作, 实现关键技术自主可控, 形成从产品设计、材料开发到生产工艺的一系列陶瓷电容器制造的核心技术。公司特种电子元器件因应用环境特殊, 且具备保密性及高可靠性要求, 进入配套市场必须先取得相关资质认证, 供应体系验证时间较长, 流程相对复杂, 因此, 行业集中度较高, 竞争格局较为稳定。

产能升级提高竞争优势, 业务布局完善提高经营稳健性。2020 年公司公开发行可转债募投项目“小体积薄介质层陶瓷电容器高技术产业化项目”, 用于生产多种规格的小

体积、高比容陶瓷电容器产品，为公司 MLCC 生产能力提供补充。根据公告预计于 2024 年 12 月建成投产，建成之后公司将新增 84 亿只不同型号小体积薄介质层陶瓷电容器产能。2023 年 4 月，子公司上海火炬集团通过股权收购及增资方式取得厦门芯一代 51% 的股权，实现由被动元器件向主动功率器件跨越，助力公司丰富产业布局，存量业务与新兴业务并进，巩固并提升规模及核心竞争力。

图25：火炬电子业务结构变动示意



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

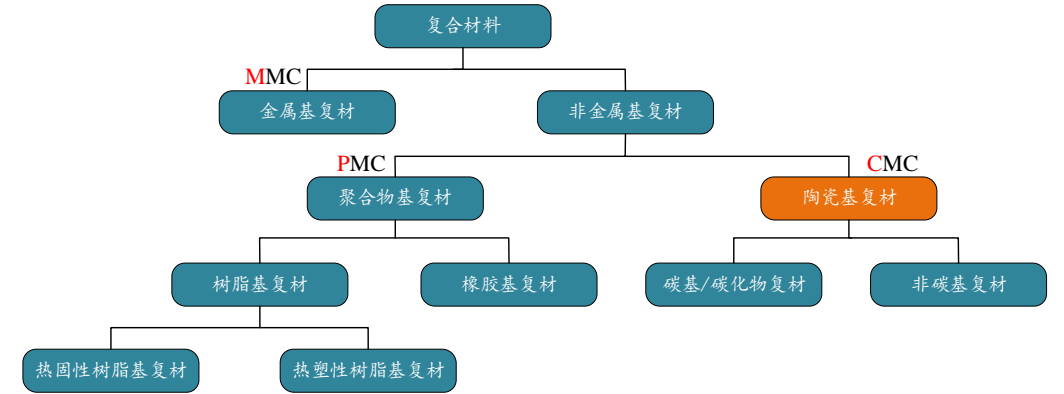
贸易板块积极开展与国内外厂商的深度合作。2022 年新增收购的新加坡公司 maxmega 拥有成熟的产品线、销售点、客户群体和市场渠道，能依托其与贸易类公司协同，拓展东南亚市场，塑造品牌影响力，提高业务主动权。

3. 国内高性能特陶材料领先企业，高端应用有望驱动业绩攀升

3.1. 陶瓷基复合材料性能优越，公司主营原材料端产品

复合材料是由两种或两种以上异质、异形、异性的材料复合形成的新型材料。按组成材料分，分为金属基复材（MMC）和非金属基复材，其中非金属基复材分为聚合物基复材（PMC）和陶瓷基复材（CMC）。

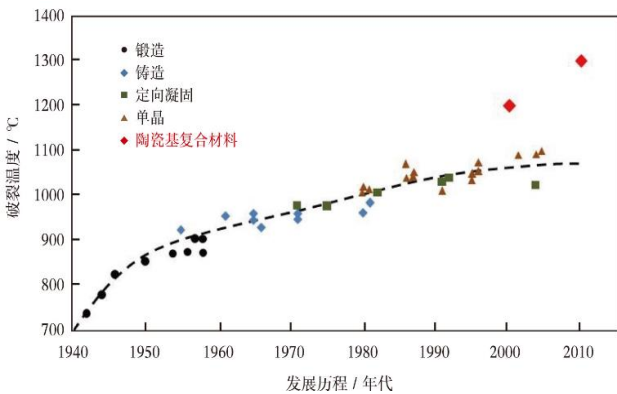
图26：复合材料分类结构图



数据来源：中国复合材料学会、东吴证券研究所

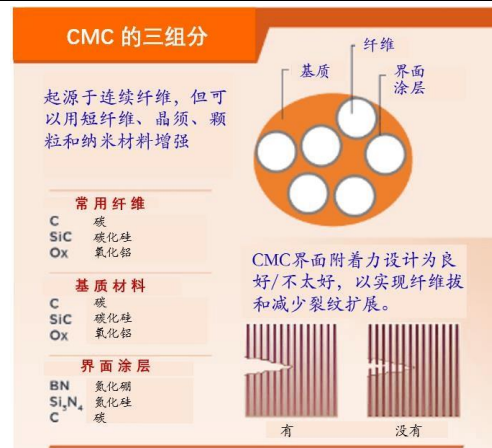
CMC 性能优越，耐高温、高强度和刚度、相对重量较轻、抗腐蚀、韧性强。CMC 是以陶瓷为基体与各种纤维复合的一类复合材料。陶瓷基体可为氮化硅、碳化硅等高温结构陶瓷，弱点是处于应力状态时，会产生裂纹。而采用高强度、高弹性的纤维与基体复合，可有效提高陶瓷韧性和可靠性。纤维能阻止裂纹的扩展，从而得到有优良韧性的纤维增强陶瓷基复合材料。

图27：CMC 耐高温性能示意



数据来源：《航空发动机用陶瓷基复合材料研究进展》、东吴证券研究所

图28：CMC 具高强度、高弹性和高可靠性

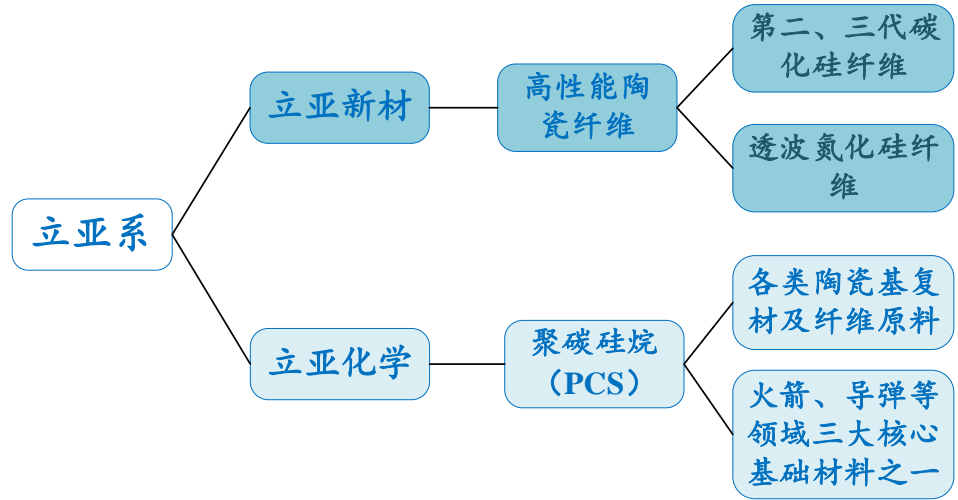


数据来源：《陶瓷基复合材料的新时代》、东吴证券研究所

立亚系公司发挥协同优势，业务覆盖基础原材料和加工产品。火炬电子新材料业务由立亚系公司实施。其中，立亚新材主要从事高性能陶瓷纤维（碳化硅纤维、氮化硅纤维）

维等)的相关业务,主营产品为 CASAS-300 高性能特种陶瓷材料系列产品,应用于航天、航空、核工业等领域的热端结构部件;立亚化学主要产品包括固态聚碳硅烷(固态 PCS)、液态聚碳硅烷(液态 PCS)等系列,工艺技术达到国际先进水平,领先国内,一方面能作为高性能特种陶瓷材料的先驱体,另一方面,亦可作为基体制造陶瓷基复合材料。

图29: 立亚系公司及主营产品

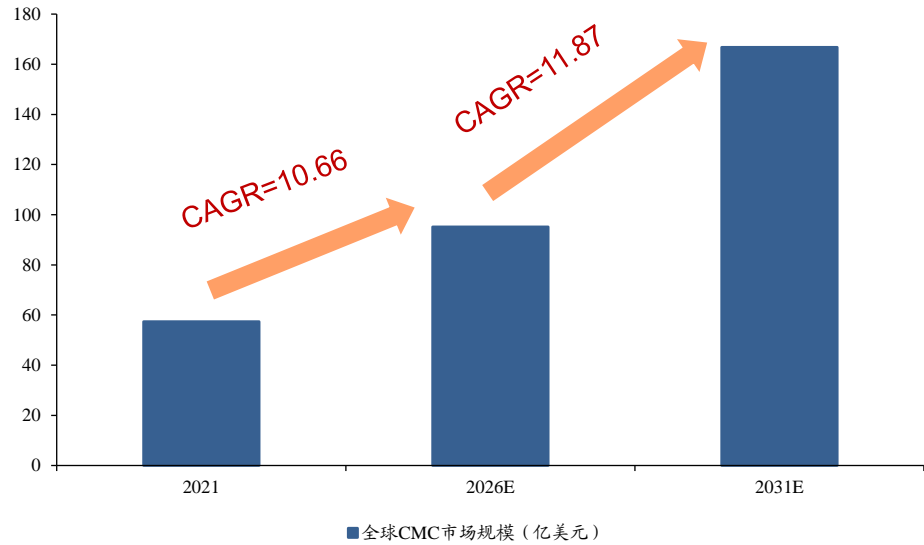


数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

3.2. CMC 国际市场发展迅速, 国内 CMC 市场发展潜力大

国际 CMC 市场有望迅速增长, 年复合增长率超 10%。2016 年以来, CMC 真正步入产业化、市场化发展应用阶段。根据 Research And Markets 2022 年发布的统计资料显示, 2021 年全球陶瓷基复合材料市场价值近 57.37 亿美元。预计 2026 年市场规模进一步提高到 95.20 亿美元, 2021-2026 年复合年增长率为 10.66%; 随后预计从 2026 年开始该市场以 11.87% 的复合年增长率增长, 到 2031 年达到 166.78 亿美元。

图30: 全球 CMC 材料市场规模及预测



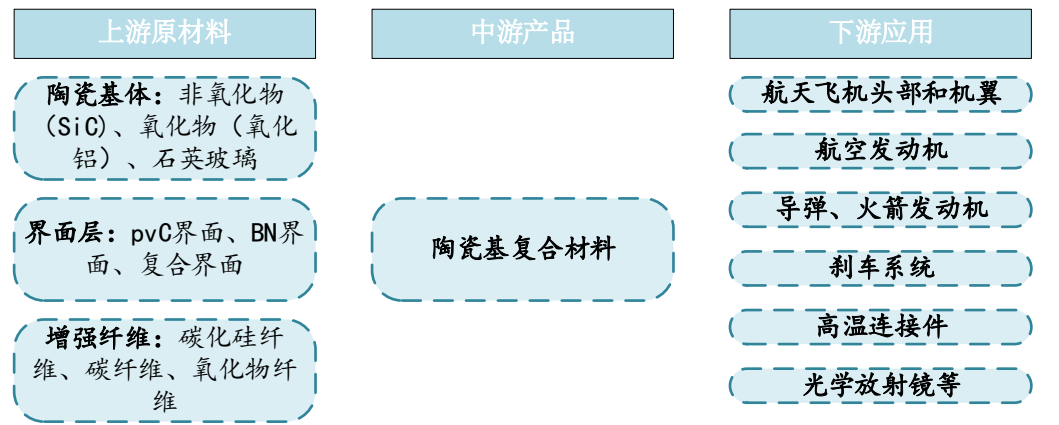
数据来源: Research And Markets、东吴证券研究所

需求量方面,据华经产业研究院数据显示,2020年全球陶瓷基复合材料市场需求为2400吨,预计到2026年全球市场规模将达到4900吨;国内方面,我国“十四五”期间内对陶瓷基复合材料的需求量将达100吨/年,且未来10年仅航发市场对CMC的需求将递增10倍。

3.3. 公司布局产业链上游业务, CMC 下游高壁垒市场应用众多

CMC在航天航空、兵器、船舶和核工业等高新技术领域具有广泛的应用前景。从产业链来看,上游原材料主要包括增强纤维、界面层和陶瓷基体,其中陶瓷基体包括非氧化物基体、氧化物基体材料、玻璃陶瓷基体;增强纤维主要有碳纤维、碳化硅纤维、氧化物纤维等;界面层主要包括热解碳界面层(PyC)、BN界面层和复合界面层。从下游来看,CMC可应用于大型运载火箭扩张段、各类导弹发动机部件、航天飞机的头部和机翼前缘、航空发动机的燃烧室-喷管、整体导向器、整体涡轮、导向叶片、涡轮间过渡机匣,以其优异的吸波性与高温抗氧化性而被用于制造隐身巡航导弹的头锥和火箭发动机壳体在航空发动机、刹车系统、高温连接件、光学反光镜等高新技术要求、高行业壁垒领域。

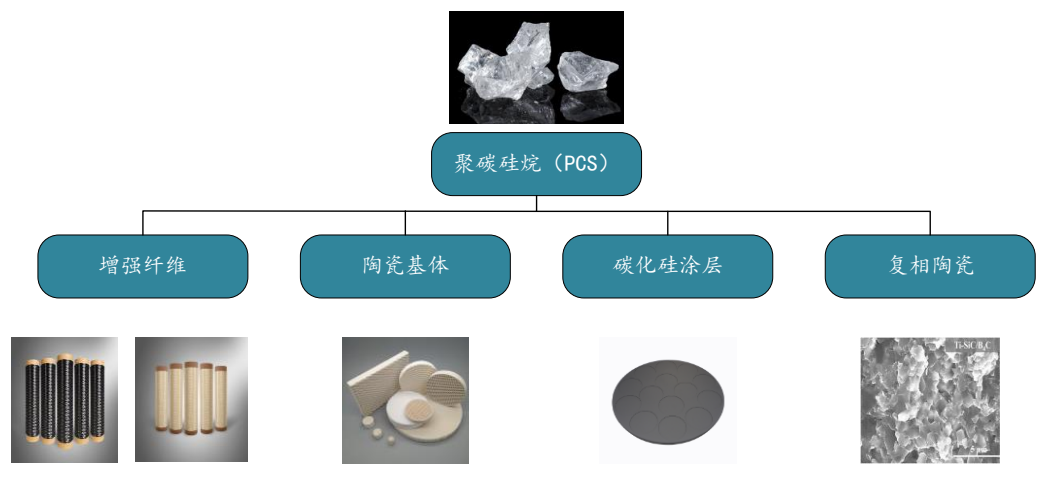
图31: CMC 上、中、下游产业链



数据来源: 华经产业研究院、东吴证券研究所

立亚 PCS 材料应用广泛, 覆盖多类上游原材料。PCS 作为基体制造的陶瓷基复合材料和由其作为先驱体转化的高性能陶瓷纤维, 都具有耐高温、抗氧化、高比强度、高比模量等优异特性。产品主要用于制备碳化硅、氮化硅连续纤维、制备大块体近尺寸的碳化硅陶瓷基体、制备金属、玻璃陶瓷表面的碳化硅涂层、微粒弥散的复相陶瓷。由 PCS 制备的纤维和基体广泛应用于航天、航空、核工业等领域的热端结构部件。

图32: 立亚聚碳硅烷 (PCS) 下游应用



数据来源: SAMPE、东吴证券研究所

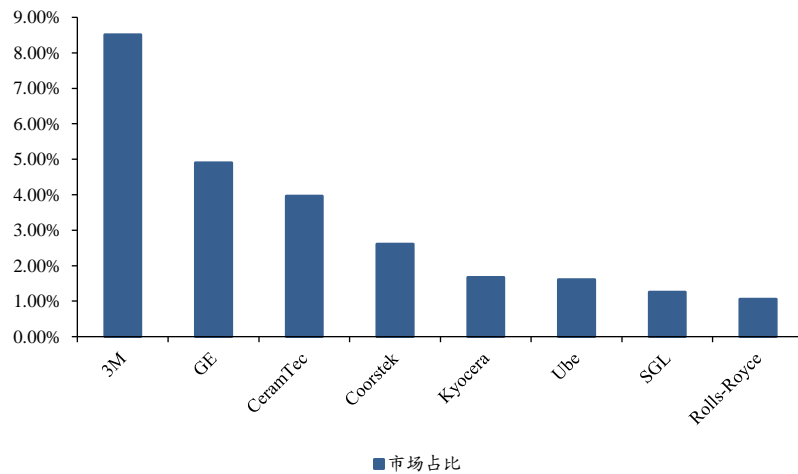
航空航天应用占据首要份额。具体从下游应用来看, CMC 材料应用领域包括航空航天、国防、能源与电力、电路与电子等, 其中航空航天领域的应用发展较快, 2021 年占全球份额的 36% 以上, 其次是国防、能源与电力、电路与电子等领域。

3.4. 国际市场竞争格局分散, 火炬电子处于国内领先地位

全球陶瓷基复合材料市场较为分散, 并且被少数大型企业所垄断。2021 年市场前十大竞争对手占总市场的 25.72%。市场集中可归因于与陶瓷基复合材料的研发相关的高成本和监管部门制定的严格法规方面的高进入壁垒。3M 公司是市场份额最大的竞争对

手，占有 8.51% 的市场份额，其次是通用电气公司（General Electric Company）（4.90%）、CeramTec GmbH（3.96%）、Coorstek Inc.（2.61%）等公司。

图33：2021 年全球 CMC 市场占有份额超 1% 的公司



数据来源：Research And Markets、东吴证券研究所

火炬电子 CMC 产品国内领先、国际一流。立亚新材现已建成了第二代 SiC 纤维、第三代 SiC 纤维 10 吨级产能产业化生产线，透波氮化硅纤维和宽频吸波纤维 5 吨级产能产业化生产线。公司掌握了“高性能特种陶瓷材料”产业化的一系列专有技术，产品系列覆盖全面，是国内少数具备陶瓷材料规模化生产能力的企业之一，公司产品性能、产能已具备稳定供货能力，从而奠定了我国在热端新材料领域的领先地位。此外，苏州赛菲、宁波众兴、西安鑫垚等也积极开展校企合作，展开相关业务研究。立亚化学规划产能为 300 吨，分两期建设，一期规划产能 150 吨，已于 2020 年 3 月实现正式投产，是目前中国特种高性能化工新材料引领企业之一。

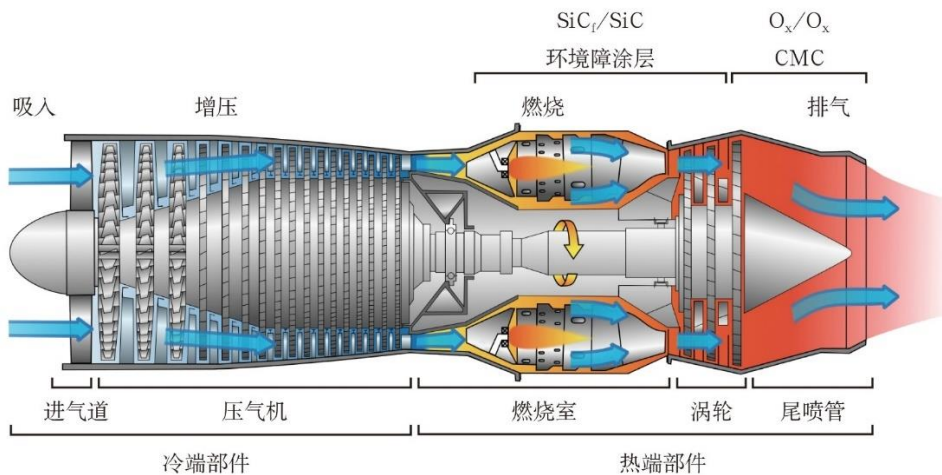
3.5. 航空航天设备热端结构首选替代材料，CMC 迎来较大市场前景

CMC 在高技术领域、航空航天、国防以及国民经济各部门具有广阔的应用前景。CMC 在有机材料基和金属材料基复合材料不能满足性能要求的工况下可以得到广泛应用，成为理想的高温结构材料。世界主要发达国家都在积极开展陶瓷基复合材料的研究，并不断拓宽其应用领域。

3.5.1. 国际厂商航发应用阶段性突破，CMC 性能优越应用替代加速

CMC 成为航空发动机热端部件优选材料。陶瓷基复合材料范围很广，已在发动机上得到应用的主要有碳化硅纤维增强碳化硅复合材料（SiCf/SiC）和氧化物纤维增强氧化物复合材料（Ox/Ox）两种。其中，SiC/SiC 复合材料主要应用于发动机高温热端部件，如燃烧室、高/低压涡轮等。OX/OX 复合材料是涡轴、燃气轮机核心机高温结构及涡喷、涡扇发动机尾喷管结构的优选材料。

图34: 陶瓷基复合材料在航空发动机中的应用



数据来源:《航空发动机用陶瓷基复合材料及制造技术》、东吴证券研究所

国际各公司 SiC/SiC 陶瓷基复合材料应用于发动机领域成果显著。例如, GE 航空集团研制的 SiC/SiC 复合材料低压导向叶片在 F136 发动机上完成验证, 且该材料已被推广至商用发动机、燃气轮机及下一代军用涡扇/涡轴发动机等各类发动机新型号中; 法国赛峰集团研制的 SiC/SiC 复合材料的内调节片在 F-15 和 F-16 飞机上进行了试飞; 罗罗公司在 Advance 及 Ultra-fan 等新型号中开展涡轮外环的验证工作, 研发出的氧化铝纤维增强氧化铝的内锥体, 于 2013 年年底在波音 787 客机上进行飞行测试。

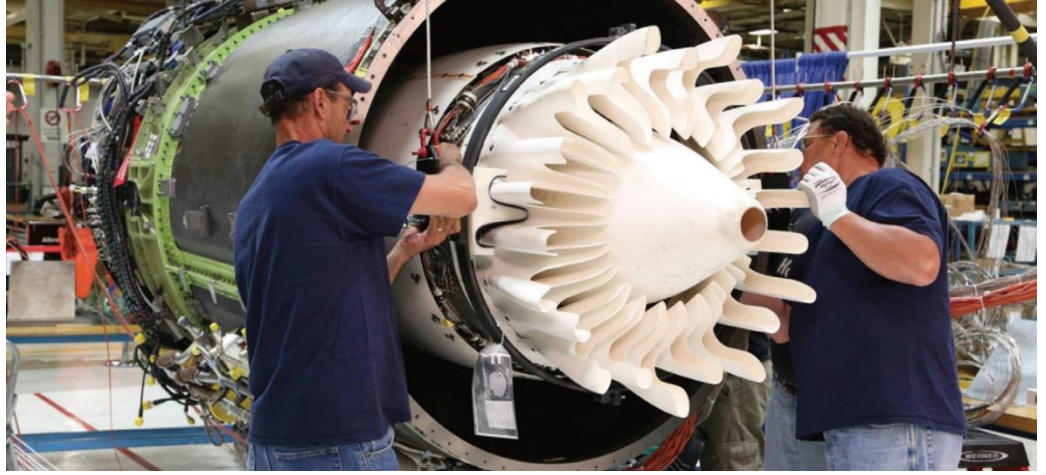
表3: 世界各公司 CMC 应用于航空发动机进展和实际成果

公司	CMC 在航空发动机实际产品中的应用
GE	F136 发动机低压导向叶片; LEAP 发动机的一级高压涡轮外环; 新型 GE9X 商用发动机的燃烧室、导向叶片、涡轮外环; H 型燃气轮机涡轮外环; 新一代军用涡轴 GE3000 发动机; 涡轮转子叶片; 自适应变循环发动机 XA100
法国赛峰	燃烧室火焰稳定器; 航空发动机燃烧室衬套及商用发动机火焰筒的全尺寸组件; CMC 转子叶片、混合器及中心锥等部件在 CFM56 发动机上进行了地面试车考核; 喷管部件还在 A320、A380 等飞机上进行了飞行验证
罗罗公司	采用 CVI+MI 工艺制备 SiC/SiC 陶瓷基复合材料密封片, 并计划在 2025 年前后将喷管、涡轮外环整环部件等应用于发动机; “超扇”(UltraFan) 发动机将采用耐高温的陶瓷基复合材料部件以提高燃烧效率
普惠公司	在 PW200 系列旋翼航空器发动机中测试了陶瓷基复合材料逆流(reverse-flow) 燃烧室; 计划于 2027 年在阿什维尔建立陶瓷基复合材料涡轮叶片生产中心, 将陶瓷基复合材料应用到燃烧室内衬、叶片、喷管和其他部件
NASA 项目	N22、N24-A、N24-B、N24-C、N26 等 5 种 SiC/SiC 复合材料; 主要致力于研发 SiC/SiC 火焰筒、高压涡轮导向叶片等高温部件, 并在前期开展了导向叶片叶身结构的考核试验, 同时致力于研发相应的耐 1482℃ 的环境障涂层体系
日本 IHI 公司	开发陶瓷基复合材料航空发动机部件; SiC/SiC 导向叶片的设计、制备与装配, 并通过了 IM270 燃气轮机超过 400h 的考核验证; 完成了 SiC/SiC 低压涡轮转子叶片的设计, 并完成了摩擦磨损、转动等试验

数据来源:《航空发动机用陶瓷基复合材料研究进展》、东吴证券研究所

OX/OX 陶瓷基复合材料应用集中于发动机喷管。目前，在 OX/OX 复合材料应用/考核方面开展工作的主要有 GE 公司、罗罗公司、索拉透平公司（Solar Turbine）以及美国空军。

图35: GE 的 Passport 20 发动机采用的 OX/OX 复合材料整流罩、排气混合器和中心锥



数据来源:《航空发动机用陶瓷基复合材料研究进展》、东吴证券研究所

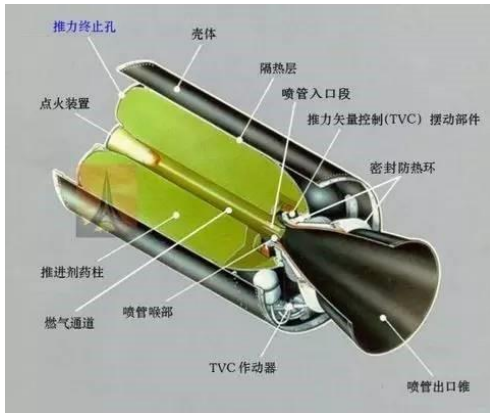
3.5.2. 航空航天特种军工设备需求广泛，应用落地有力拉动需求

CMC 的耐高温、抗腐蚀等的优异性能，使其在航空航天等特种高要求环境中得到广泛应用。在航空领域的应用则主要包括**发动机、喷口导流叶片、机翼前缘、涡轮叶片和涡轮罩环等部位**。在航天领域，复合材料大量应用在**发动机壳体，导弹弹翼，弹头，航天飞机舱门，太阳能电池帆板，天线等部件上**

多类型导弹:陶瓷材料因具有优良性能而成为**导弹天线罩的首选材料**。此外，C/SiC 复合材料在**战略导弹和多功能导弹的喷管**，以及**航天飞机热防护系统及固体火箭发动机导流管**等领域具有广阔的应用前景。

航天飞行器: C/SiC 复合材料的发展，使飞行器的承载结构和热防护一体化。尤其是哥伦比亚号热防护系统失效造成的机毁人亡事件后，使 C/SiC 陶瓷基复合材料更受关注。在热结构材料的构件中包括**航天飞机和导弹的鼻锥、导翼、机翼和盖板等**。

图36: 多用途导弹的喷管



数据来源: 华南理工大学、东吴证券研究所

图37: 响尾蛇导弹透红外陶瓷整流罩



数据来源: 网易、东吴证券研究所

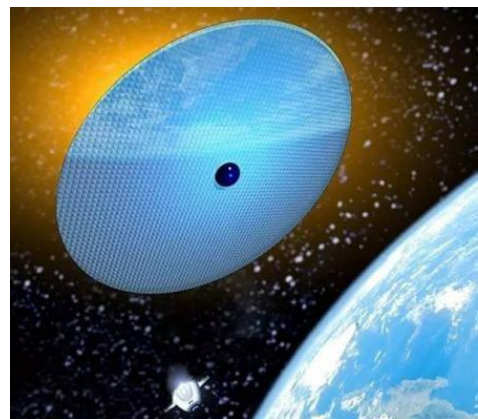
卫星反射镜: 国内外都正在研究 C/SiC 复合材料反射镜, 该复合材料性能优异, 可以得到极好的表面抛光, 是一种十分理想的卫星反射镜基座材料。最具代表性的是德国 Donier 卫星系统公司采用 LSI 方法制备的 C/SiC 复合材料反射镜作为空间望远镜主镜, 直径 630mm, 质量仅为 4kg, 最大可制作 3m 的大型反射镜, 有望用作美国下一代空间望远镜(NGST)反射镜。

图38: 使用 CMC 材料隔热瓦的航天飞机



数据来源: 新浪、东吴证券研究所

图39: C/SiC 复合材料反射镜



数据来源: 华南理工大学、东吴证券研究所

3.5.3. 民用产品稳步推进, 有望开辟更广阔的市场

CMC 刹车盘应用众多, 市场空间可观。 CMC 刹车盘不仅在耐受高温方面极为出色, 且在同等尺寸的情况下重量上也比传统刹车盘要轻一半以上。其密度低、耐高温、摩擦性能高且稳定等优点, 使其在飞机、高铁动车、高级汽车等交通工具的刹车系统中应用广泛。目前, 碳陶刹车盘已在保时捷 911、奥迪 A8L、法拉利等高档汽车上得以应用。同时我国两种重点型号战机上所用碳陶刹车盘也已定型, 进入批产阶段, 在多个型号战机上进行试飞验证。

图40: 高级轿车用陶瓷基复合材料刹车盘



数据来源: 新浪汽车、东吴证券研究所

图41: 碳陶复合材料飞机刹车盘



数据来源: 搜狐、东吴证券研究所

生物学上的应用: 在人体骨修复与骨替代方面有较好的应用前景。目前 CMC 复合材料在临床上已有骨盆、骨夹板和骨针的应用。

4. 投资建议

4.1. 业务拆分

火炬电子是我国被动元器件领先企业，目前提供净利润的业务主要有自产元器件、代理贸易和新材料。公司元器件业务目前已经进入稳定经营阶段，新材料业务把握先发优势，关键核心技术独占使用，国内领先、国际一流，预计或成为未来净利润增长的主要推动点。

元器件业务：2023 年是国家“十四五”规划中期调整之年，为了军工作战效能提升以及成本不断优化，军工行业订单下达出现延后。火炬电子短期业绩受到较大影响，但中期调整不会改变长期属性，预计后续增长主要基于以下因素：1) 当前国际环境趋于紧张，国防投入提速具有合理性和紧迫性，我国国防实力与经济水平尚不匹配，军工处于补偿式发展阶段，稳定的客户关系和高行业壁垒保证未来军工订单未来持续稳定放量增长；2) 特种装备 MLCC 组件国产化和信息化转型加速，推动原有市场格局结构性调整，释放存量市场空间；3) 新能源造车新势力逐步增多，组建完善供应链扩大 MLCC 市场需求。综合以上因素，预计 2024-2026 年公司元器件业务增速分别为 10%/35%/20%，毛利率分别为 65%/64%/63%。

贸易业务：公司长期经营国外元器件代理业务，与国外被动元器件供应商保持长期稳定合作关系，营销渠道稳定畅通，预计未来以下因素驱动公司业务增长：1) 随着传统消费类和工业类电子产品的升级换代，汽车电子、新能源汽车、5G 等领域的快速发展，电容器行业将面临良好的发展契机及广阔的市场空间，高端、小微电容器需求持续增长；2) 公司在新加坡等地设立子公司，辐射东南亚市场，抓住东南亚发展机遇，开拓公司业务新的增长点。由此预计公司 2024-2026 贸易业务营收增速分别为 10%/10%/10%，毛利率分别为 10%/10%/10%。

新材料业务：公司结合研发、生产、销售和服务为一体，批量生产及小批量定制化两种模式结合，以直销方式进行销售，是国内 CMC 中上游材料龙头。比照国际先行企业现状，随着国产航空发动机、航空航天设备及商用飞行器的 CMC 部件研究逐渐成熟应用，叠加当前我国军用战机列装数量相较于美、俄等国的巨大差异所创造的未来战机需求量的巨大增长以及未来我国 C919 大飞机的逐渐普遍应用，在可预见的时期内，火炬电子新材料业务将迎来可观增长。2024-2026 年预计公司新材料业务营收增速分别为 70%/60%/45%，毛利率分别为 60%/60%/60%。

表4: 公司业务拆分 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
元器件				
营收	1124.01	1236.41	1669.16	2002.99
同比增速	-23.62%	10.00%	35.00%	20.00%
毛利率	66.83%	65.00%	64.00%	63.00%
贸易				
营收	2193.40	2412.74	2654.01	2919.41
同比增速	13.28%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	10.46%	10.00%	10.00%	10.00%
新材料				
营收	160.01	272.01	435.22	631.06
同比增速	58.51%	70.00%	60.00%	45.00%
毛利率	55.59%	60.00%	60.00%	60.00%
其他				
营收	26.18	27.49	28.86	30.31
同比增速	-47.45%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	7.47%	10.00%	10.00%	10.00%
合计				
营收	3503.59	3948.65	4787.25	5583.77
同比增速	-1.55%	12.70%	21.24%	16.64%
毛利率	30.58%	30.67%	33.37%	34.66%

数据来源: 东吴证券研究所

4.2. 估值评级

火炬电子主要利润来源仍为被动元器件的自产和贸易代理业务, 我们选择对应行业的宏达电子、鸿远电子和振华科技作为可比公司, 进行相对估值法测算。

表5: 可比公司估值 (截至 2024 年 6 月 14 日)

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300726.SZ	宏达电子	105.23	4.72	5.81	7.02		22.31	18.13	15.00	
603267.SH	鸿远电子	87.97	2.72	3.61	5.49	6.81	32.30	24.35	16.02	12.93
000733.SZ	振华科技	259.79	26.82	19.07	22.77	27.15	9.69	13.62	11.41	9.57
平均值							21.43	18.70	14.14	11.25
688539.SH	火炬电子		3.18	4.53	6.25	7.62	36.26	25.47	18.46	15.14

数据来源: 宏达电子、鸿远电子和振华科技数据来自 Wind 一致预期, 火炬电子数据来自东吴证券研究所测算

随着“十四五”中期调整完成和国防军工补偿式发展, 预计国防需求释放强大拉力, 下游军工订单持续放量, 带动企业元器件业务收入增长。同时, 新材料板块随着国内下游应用拼图的补全拓展, 将带动公司业绩进一步增长。我们预计 2024-2026 年公司归母

净利润分别为 4.53/6.25/7.62 亿元，对应 PE 分别为 25/18/15 倍，首次覆盖，予以“买入”评级。

5. 风险提示

下游订单增长不及预期风险：军工订单短时间内恢复程度具有不确定性；新材料下游应用研究进展具有不确定性，可能短期内无法创造巨大需求。

市场竞争风险：大部分国际知名电容器生产企业已形成技术、规模优势，占据电容器市场较大的份额，国内的电容器生产企业规模、技术、产品结构与国际知名电容器生产企业仍然存在一定的差距。区别于传统应用领域，5G、汽车电子、智能终端等对电容器产品尤其是高性能电容器产品的市场需求将得到快速释放。如果国内电容器生产企业不能通过加大资金投入，持续完善产品结构来积极应对新型市场需求，则在与国际知名企业的竞争中将处于不利地位。

经营规模扩大导致的管理风险：截至 2023 年，公司已有 14 家全资、控股一级子公司，经营规模的不断扩大对公司生产、销售、财务、人力资源等方面的管理水平都提出了更高的要求。如果公司不能持续提升管理水平，建立与经营规模相适应的管理流程以及内部控制制度，将在一定程度上影响公司的发展。

业务规模增长导致应收账款持续增加风险：随着公司收入规模增加，应收账款也相应增长。公司的客户主要由航天、航空、兵器、船舶等领域优质客户、大型电子科技集团及上市公司等组成，该等客户回款记录良好，信誉较高，发生坏账的风险较小，但部分客户受国家预算及内部审批流程等相关因素影响，回款周期相对较长，发生坏账可能性也因此升高。

火炬电子三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,735	5,020	5,512	6,291	营业总收入	3,504	3,949	4,787	5,584
货币资金及交易性金融资产	1,150	580	780	782	营业成本(含金融类)	2,432	2,738	3,190	3,648
经营性应收款项	2,153	2,861	2,889	3,542	税金及附加	25	29	34	41
存货	1,306	1,432	1,669	1,777	销售费用	179	178	227	279
合同资产	0	0	0	0	管理费用	275	296	383	447
其他流动资产	127	147	174	191	研发费用	145	178	239	307
非流动资产	3,184	3,322	3,457	3,536	财务费用	37	26	29	22
长期股权投资	23	32	40	48	加:其他收益	39	46	55	65
固定资产及使用权资产	2,065	2,177	2,230	2,226	投资净收益	(4)	(3)	(5)	(5)
在建工程	343	275	231	204	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	266	300	352	394	减值损失	(83)	(20)	(20)	(20)
商誉	132	188	266	332	资产处置收益	1	0	1	1
长期待摊费用	43	43	43	43	营业利润	364	528	715	880
其他非流动资产	312	306	296	288	营业外净收支	(6)	1	1	2
资产总计	7,920	8,342	8,969	9,827	利润总额	358	530	717	882
流动负债	1,248	1,240	1,244	1,338	减:所得税	45	73	94	119
短期借款及一年内到期的非流动负债	640	521	462	374	净利润	313	456	623	763
经营性应付款项	490	562	611	760	减:少数股东损益	(5)	3	(3)	1
合同负债	7	9	10	11	归属母公司净利润	318	453	625	762
其他流动负债	112	148	161	193	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.69	0.99	1.36	1.66
非流动负债	1,003	1,003	1,003	1,003	EBIT	404	576	768	926
长期借款	426	426	426	426	EBITDA	616	847	1,078	1,281
应付债券	392	392	392	392	毛利率(%)	30.58	30.67	33.37	34.66
租赁负债	13	13	13	13	归母净利率(%)	9.09	11.48	13.06	13.65
其他非流动负债	173	173	173	173	收入增长率(%)	(1.55)	12.70	21.24	16.64
负债合计	2,251	2,243	2,247	2,341	归母净利润增长率(%)	(60.27)	42.35	38.00	21.90
归属母公司股东权益	5,416	5,844	6,469	7,232					
少数股东权益	253	256	253	254					
所有者权益合计	5,668	6,100	6,722	7,486					
负债和股东权益	7,920	8,342	8,969	9,827					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	867	42	760	577	每股净资产(元)	11.66	12.61	13.97	15.63
投资活动现金流	(574)	(399)	(427)	(405)	最新发行在外股份(百万股)	458	458	458	458
筹资活动现金流	(123)	(182)	(94)	(120)	ROIC(%)	5.07	6.81	8.63	9.60
现金净增加额	175	(539)	240	51	ROE-摊薄(%)	5.88	7.76	9.67	10.54
折旧和摊销	212	270	310	355	资产负债率(%)	28.43	26.88	25.05	23.82
资本开支	(354)	(416)	(460)	(444)	P/E(现价&最新股本摊薄)	36.26	25.47	18.46	15.14
营运资本变动	247	(745)	(229)	(594)	P/B(现价)	2.16	2.00	1.80	1.61

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>